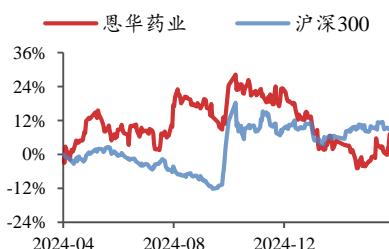


恩华药业 (002262.SZ)

2025 年 03 月 31 日

业绩增长点多样，创新研发稳步推进
——公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）

日期	2025/3/28
当前股价(元)	23.57
一年最高最低(元)	29.98/20.49
总市值(亿元)	239.51
流通市值(亿元)	207.84
总股本(亿股)	10.16
流通股本(亿股)	8.82
近3个月换手率(%)	83.5

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

- 《业绩稳健增长，创新研发稳步推进——公司信息更新报告》-2024.10.30
- 《业绩稳健增长，麻醉类产品表现亮眼——公司信息更新报告》-2024.7.31
- 《公司发布股权激励计划，彰显长期业绩信心——公司信息更新报告》-2024.6.13

余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号: S0790523070002

刘艺（联系人）

liuyi1@kysec.cn

证书编号: S0790124070022

● 收入利润稳健增长，业绩驱动因素明确，维持“买入”评级

公司 2024 年实现收入 56.98 亿元（同比+13.01%，以下为同比口径）；归母净利润 11.44 亿元（+10.28%）；扣非归母净利润 11.44 亿元（+12.88%）。公司 2024 年毛利率为 73.56%（+0.73pct），净利率为 20.02%（-0.49pct）。公司 2024 年销售费用率 34.83%（+0.38pct）；管理费用率 4.54%（+0.43pct）；研发费用率 10.45%（-0.45pct）。2024Q4 公司实现收入 15.52 亿元（+12.03%，环比 12.31%）；归母净利润 1.23 亿元（-18.39%，环比-68.44%）。公司专注布局中枢神经系统药物，受益于手术量的恢复叠加麻醉药应用场景不断拓展，公司精麻老产品、“羟瑞舒阿”及 TRV130 有望持续贡献公司收入。我们看好公司在麻醉领域的发展，但基于 TRV130 的入院推广和放量仍需一定时间，因此下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 12.94、14.95、17.46 亿元（2025-2026 原预测为 14.01、16.68 亿元），EPS 为 1.27、1.47、1.72 元/股，当前股价对应 PE 为 18.5、16.0、13.7 倍，维持“买入”评级。

● 公司业绩增长点多样，创新研发稳步推进

分业务来看，公司 2024 年麻醉类 30.60 亿元（+13.22%）；精神类 12.02 亿元（+10.12%）；神经类 2.21 亿元（+74.61%）；原料药 1.82 亿元（+25.15%）；商业医药 7.80 亿元（+10.07%）。公司深化挖掘产品差异化优势，实现成熟产品力月西、福尔利、瑞芬太尼等稳定成长；加大产品在市场准入、学术推广等力度，加快创新产品 TRV130、羟考酮注射液、舒芬太尼、阿芬太尼及 BD 合作新产品安泰坦®的市场开拓；新兴事业部将麻醉业务下沉，深度挖掘县域基层市场。公司在研创新药项目 14 个，其中 NH600001 乳状注射液已完成 III 期临床，用于短时手术麻醉，预计 2025 年提交 NDA 资料；NH102 片和 NHL35700 片分别处于 II 期和 I 期临床阶段，分别用于抑郁症和精神分裂症的治疗。公司业绩驱动因素明确，创新研发稳步推进。

● 风险提示：集采降价的风险；药品研发失败的风险；产品竞争加剧的风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5042	5698	6511	7479	8646
YOY(%)	17.3	13.0	14.3	14.9	15.6
归母净利润(百万元)	1037	1144	1294	1495	1746
YOY(%)	15.1	10.3	13.2	15.5	16.8
毛利率(%)	72.8	73.6	73.5	73.8	74.1
净利率(%)	20.5	20.0	19.7	19.8	20.1
ROE(%)	16.1	15.7	15.0	15.0	15.2
EPS(摊薄/元)	1.02	1.13	1.27	1.47	1.72
P/E(倍)	23.1	20.9	18.5	16.0	13.7
P/B(倍)	3.7	3.3	2.8	2.4	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5255	6060	7100	8486	9786	营业收入	5042	5698	6511	7479	8646
现金	2159	1416	2399	3191	4298	营业成本	1370	1507	1724	1957	2238
应收票据及应收账款	1035	1490	1395	1919	1912	营业税金及附加	68	75	88	100	116
其他应收款	22	22	29	29	38	营业费用	1737	1985	2344	2693	3113
预付账款	37	58	50	74	69	管理费用	207	259	293	374	432
存货	629	661	815	860	1056	研发费用	549	596	749	860	994
其他流动资产	1373	2412	2412	2412	2412	财务费用	-19	-17	-56	-83	-111
非流动资产	2074	2380	2544	2726	2969	资产减值损失	-33	-39	0	0	0
长期投资	73	97	131	167	204	其他收益	50	51	45	48	48
固定资产	1141	1238	1393	1547	1714	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	276	394	434	479	525	投资净收益	51	66	47	50	53
其他非流动资产	584	651	586	533	526	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	7328	8440	9644	11212	12754	营业利润	1182	1337	1477	1698	1992
流动负债	814	1066	985	1254	1237	营业外收入	7	5	4	5	5
短期借款	55	15	15	15	15	营业外支出	20	45	24	26	29
应付票据及应付账款	277	568	399	699	557	利润总额	1169	1297	1458	1677	1969
其他流动负债	482	483	571	541	665	所得税	134	156	173	195	231
非流动负债	104	100	100	100	100	净利润	1034	1141	1285	1482	1737
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	-3	-3	-9	-13	-9
其他非流动负债	104	100	100	100	100	归属母公司净利润	1037	1144	1294	1495	1746
负债合计	918	1166	1085	1355	1337	EBITDA	1253	1459	1581	1809	2078
少数股东权益	-24	-27	-36	-49	-58	EPS(元)	1.02	1.13	1.27	1.47	1.72
股本	1008	1016	1016	1016	1016	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	103	244	244	244	244	成长能力					
留存收益	5317	6138	7170	8381	9818	营业收入(%)	17.3	13.0	14.3	14.9	15.6
归属母公司股东权益	6434	7300	8594	9907	11475	营业利润(%)	17.8	13.0	10.5	15.0	17.3
负债和股东权益	7328	8440	9644	11212	12754	归属于母公司净利润(%)	15.1	10.3	13.2	15.5	16.8
现金流量表(百万元)											
经营活动现金流	1008	916	1242	1239	1584	获利能力					
净利润	1034	1141	1285	1482	1737	毛利率(%)	72.8	73.6	73.5	73.8	74.1
折旧摊销	146	204	179	215	221	净利率(%)	20.5	20.0	19.7	19.8	20.1
财务费用	-19	-17	-56	-83	-111	ROE(%)	16.1	15.7	15.0	15.0	15.2
投资损失	-51	-66	-47	-50	-53	ROIC(%)	14.9	15.0	14.3	14.1	14.2
营运资金变动	-179	-503	-103	-303	-183	偿债能力					
其他经营现金流	77	157	-16	-21	-26	资产负债率(%)	12.5	13.8	11.3	12.1	10.5
投资活动现金流	-293	-1411	-296	-347	-410	净负债比率(%)	-31.7	-18.4	-27.4	-31.8	-37.2
资本支出	374	450	309	361	426	流动比率	6.5	5.7	7.2	6.8	7.9
长期投资	0	0	-34	-36	-37	速动比率	5.6	5.0	6.3	6.0	7.0
其他投资现金流	81	-961	47	50	54	营运能力					
筹资活动现金流	-210	-301	36	-100	-67	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
短期借款	25	-40	0	0	0	应收账款周转率	5.4	4.5	4.5	4.5	4.5
长期借款	0	0	-0	-0	-0	应付账款周转率	6.2	6.0	6.0	6.0	6.0
普通股增加	0	9	0	0	0	每股指标(元)					
资本公积增加	-16	141	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.02	1.13	1.27	1.47	1.72
其他筹资现金流	-219	-411	36	-100	-67	每股经营现金流(最新摊薄)	0.99	0.90	1.22	1.22	1.56
现金净增加额	505	-796	982	792	1107	每股净资产(最新摊薄)	6.33	7.18	8.46	9.75	11.29
估值比率											
P/E											
P/B											
EV/EBITDA											

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn